

BAB V

HASIL DAN PEMBAHASAN

A. RETURN

Variabel dependen dari persamaan-persamaan regresi yang digunakan untuk pengujian hipotesis penelitian ini berupa *return* harian dari IHSG tahun 1995-2005. Karena terdapat 2.690 data IHSG, maka diperoleh data *return* sebanyak 2.689 observasi. Data mengenai IHSG dan *return*-nya terdapat pada Lampiran.

B. PENGUJIAN HIPOTESIS 1

Pengujian hipotesis 1 dalam penelitian ini menggunakan variabel dependen dari persamaan regresi berupa *return* harian dari indeks pasar IHSG. Dari data IHSG harian sebanyak 2.690, diperoleh *return* harian sebanyak 2.689 data.

Setelah dilakukan pengolahan data dengan analisis regresi berganda, maka diperoleh koefisien dan nilai *t* beserta signifikansinya untuk tiap-tiap parameter adalah nampak pada tabel 5.1.

Tabel 5.1 menunjukkan bahwa nilai koefisien untuk variabel SEN adalah bernilai negatif sebesar -0,064 dan mempunyai nilai signifikansi sebesar 0,047 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05 (pada level 5%). Hal ini menunjukkan bahwa terdapat *return* hari Senin yang negatif secara signifikan. Apabila dibandingkan dengan hari-hari lain, nampak bahwa koefisien untuk

gejala *the Monday effect* di Bursa Efek Jakarta pada IHSG selama periode sampel 1995-2005.

Tabel 5.1
Hasil Regresi *Return* Harian IHSG

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Ket
		B	Std. Error	Beta			
1	SEN	-.064	.032	-.038	-1.987	.047	Sig**
	SEL	.016	.032	.010	.509	.611	Tidak
	RAB	.002	.032	.001	.067	.947	Tidak
	KAM	.043	.032	.026	1.340	.180	Tidak
	JUM	.077	.032	.046	2.376	.018	Sig**

Sig** : signifikan pada level 5%

Hasil dari penelitian ini dapat disimpulkan bahwa *return* pasar IHSG di Bursa Efek Jakarta pada hari Senin adalah relatif dapat diprediksi akan mempunyai nilai *return* yang negatif atau terdapat gejala *the Monday effect*. Dengan munculnya gejala *the Monday Effect* pada IHSG di BEJ dapat dikatakan bahwa melanggar hipotesis mengenai efisiensi pasar bentuk lemah. Maka, pasar modal di Indonesia tidak efisien karena adanya *return* yang tidak *random*, tetapi dapat diprediksi berdasarkan kalender tertentu sehingga akan terbentuk pola pergerakan harga yang bersifat konstan dan bisa dimanfaatkan untuk mendapatkan *abnormal return* secara konsisten. Berdasarkan hasil analisis tersebut, maka hipotesis 1 adalah diterima.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan pada pasar modal luar negeri oleh Fields (1931), French (1980), Lakonishok dan Maberly (1990), Kamara (1997), Jaffe, Westerfield dan Ma (1989), Abraham dan

Sun dan Tong (2002), yang membuktikan bahwa *return* pada hari Senin adalah berbeda dengan *return* pada hari-hari lainnya. Sedangkan pada pasar modal Indonesia penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Budileksmana (2005) yang membuktikan bahwa terdapat *abnormal return* yang negatif pada hari Senin secara signifikan dan *return* untuk hari lain adalah positif pada IHSB di BEJ.

Tabel 5.1 juga menunjukkan hasil pengujian untuk variabel selain hari Senin, di mana variabel JUM mempunyai nilai koefisien yang positif dan signifikan. Variabel JUM mempunyai nilai koefisien yang positif sebesar 0,077 dan mempunyai nilai signifikansi sebesar 0,018 yang signifikansi pada *level* 5%.

C. PENGUJIAN HIPOTESIS 2

Untuk melihat stabilitas mengenai gejala *the Monday effect* pada indeks pasar IHSB di Bursa Efek Jakarta dari tahun ke tahun, maka dilakukan pengujian *Chow test* dengan menentukan *breakpoint* pada setiap awal tahun. Berdasarkan periode pengamatan tahun 1995-2005 maka akan diperoleh sepuluh *breakpoint* yaitu tanggal 2 Januari 1996, 2 Januari 1997, 2 Januari 1998, 2 Januari 1999, 4 Januari 2000, 2 Januari 2001, 2 Januari 2002, 2 Januari 2003, 2 Januari 2004 dan 3 Januari 2005.

Hasil uji *Chow test* untuk masing-masing *breakpoint* tersebut pada tabel 5.2

Tabel 5.2
Pengujian Stabilitas (*Chow Test*) pada IHSG

<i>Breakpoint</i>	F-stat	SSR	Senin	Selasa	Rabu	Kamis	Jumat
5/1/96 – 31/12/05		1470,123					
Koefisien			-,064**	,016	,002	,043	,077**
2 Januari 1996	,1243						
2/1/95–31/12/95		32,963					
Koefisien			-,055	,019	-,027	,104**	,035
2/1/96–31/12/05		1436,819					
Koefisien			-,065***	,016	,005	,037	,081**
2 Januari 1997	,1389						
2/1/95–31/12/96		79,773					
Koefisien			-,014	,008	,010	,065	,067
2/1/97 – 31/12/05		1389,969					
Koefisien			-,075**	,018	,000	,038	,079**
2 Januari 1998	,9719						
2/1/95–31/12/97		278,496					
Koefisien			-,028	-,037	,025	-,001	-,004
2/1/98–31/12/05		1188,965					
Koefisien			-,078***	,037	-,007	,059	,107**
2 Januari 1999	2,0532***						
2/1/95–31/12/98		725,568					
Koefisien			,021	-,064	-,036	,005	,040
2/1/99–31/12/05		738,943					
Koefisien			-,114*	,063***	-,024	,065***	,098*
4 Januari 2000	1,0868						
2/1/95–31/12/99		955,338					
Koefisien			-,004	,000	-,037	,061	,047
4/1/00–31/12/05		511,809					
Koefisien			-,116*	,030***	,034	,028	,102*
2 Januari 2001	1,3944						
2/1/95–31/12/00		1062,613					
Koefisien			-,037	-,022	-,048	,048	,044
2/1/01 – 31/12/05		403,694					
Koefisien			-,098*	,062***	,062***	,036	,116*
2 Januari 2002	1,4171						
2/1/95–31/12/01		1149,637					
Koefisien			-,053	-,022	-,033	,045	,042
2/1/02–31/12/05		316,608					
Koefisien			-,084**	,083**	,065	,039	,139*
2 Januari 2003	1,5362						
2/1/95–31/12/02		1256,477					
Koefisien			-,063	-,014	-,037	,049	,056
2/1/03–31/12/05		209,443					
Koefisien			-,066	,094**	,109**	,027	,133*
2 Januari 2004	1,1505						
2/1/95–31/12/03		1323,170					
Koefisien			-,050	-,009	-,016	,048	,067***
2/1/04–31/12/05		143,803					
Koefisien			-,129**	,130**	,084	,018	,119**
3 Januari 2005	0,2199						
2/1/95–31/12/04		1410,912					
Koefisien			-,060***	,007	,004	,039	,078**
3/1/05–31/12/05		58,608					
			,001	,005	-,013	,080	,068

Sig*** : signifikan pada *level* 10%

Berdasarkan hasil uji *Chow test* pada tabel 5.2, nampak bahwa nilai F-statistik untuk sepuluh *breakpoint* tersebut, terdapat sembilan *breakpoint* yang tidak signifikan yaitu *breakpoint* pada 2 Januari 1996, 2 Januari 1997, 2 Januari 1998, 4 Januari 2000, 2 Januari 2001, 2 Januari 2002, 2 Januari 2003, 2 Januari 2004 dan 3 Januari 2005. Hal ini menunjukkan bahwa koefisien kedua periode pengamatan yang dipisahkan dengan *breakpoint*, misalnya *breakpoint* 2 Januari 1996, adalah tidak berbeda secara signifikan dengan koefisien selama total periode pengamatan tahun 1995-2005. Demikian juga koefisien kedua periode pengamatan yang dipisahkan dengan *breakpoint* 2 Januari 1997, 2 Januari 1998, 4 Januari 2000, 2 Januari 2001, 2 Januari 2002, 2 Januari 2003, 2 Januari 2004 dan 3 Januari 2005, juga tidak berbeda secara signifikan dengan koefisien selama total periode pengamatan tahun 1995-2005.

Selain itu diperoleh nilai F-satistik sebesar 2,0532 yang signifikan pada *level* 10% (lebih besar dari nilai T tabel 1,645) untuk *breakpoint* pada tanggal 4 Januari 1999. Dari hasil tersebut menunjukkan bahwa koefisien kedua periode pengamatan yang dipisahkan dengan *breakpoint* 4 Januari 1999 adalah berbeda secara signifikan dengan koefisien selama total periode pengamatan tahun 1995-2005.

Berdasarkan hal tersebut dapat disimpulkan bahwa munculnya gejala *the Monday effect* pada IHSG di Bursa Efek Jakarta tidak terdapat stabilitas struktural

..... 1995-2005

Hasil penelitian pada indeks pasar harian IHSG di Bursa Efek Jakarta mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Kamara (1997), Mehdian dan Perry (2001) serta Budileksmana (2005) bahwa munculnya gejala *the Monday Effect* tidak stabil dan bervariasi dari waktu ke waktu.

D. PENGUJIAN *BREAKPOINT*

Berdasarkan hasil uji *Chow* dengan *breakpoint* pada setiap awal tahun, maka dilakukan uji *Chow* lebih lanjut dengan *breakpoint* hari-hari di sekitar *breakpoint* yang signifikan yaitu 4 Januari 1999. Pengujian lebih lanjut ini bertujuan untuk mencari perioda *breakpoint* secara lebih tepat, pada tanggal berapa mulai dan sampai tanggal berapa berakhir terjadi perioda *breakpoint* ketidakstabilan munculnya gejala *the Monday Effect*.

Hasil *Chow test* pada *breakpoint* 4 Januari 1999 dan tanggal-tanggal disekitarnya nampak pada tabel 5.3 yaitu sebagai berikut:

Tabel 5.3
Pengujian Stabilitas Sekitar 4 Januari 1999 - *Chow Test*

<i>Breakpoint</i>	F-statistik	Kesimpulan
20 Agustus 1998	1.63556841	Tidak Signifikan
21 Agustus 1998	1.69791256	Signifikan***
1 September 1998	1.78962142	Signifikan***
1 Oktober 1998	2.17771259	Signifikan***
1 Nopember 1998	1.97239875	Signifikan***
1 Desember 1998	1.95844751	Signifikan***
4 Januari 1999	2.05318335	Signifikan***
26 Januari 1999	1.72468831	Signifikan***
27 Januari 1999	1.58680326	Tidak Signifikan

Hasil dari *Chow test* pada tabel 5.3 untuk menguji stabilitas sekitar 4 Januari 1999 menunjukkan bahwa untuk periode jendela yaitu dari tanggal 21 Agustus 1998 sampai dengan 26 Januari 1999, mempunyai nilai F-statistik yang signifikan pada level 10%. Hal ini menunjukkan bahwa pada periode tersebut merupakan *breakpoint* yang memisahkan dua periode di mana koefisien pada kedua periode ini adalah berbeda secara signifikan dengan koefisien selama total periode pengamatan tahun 1995-2005 pada indeks pasar IHSG.

Sedangkan untuk sebelum periode jendela tersebut, yaitu tanggal 20 Agustus 1998 dan sebelumnya mempunyai nilai F-statistik yang tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa pada periode sebelum tanggal 20 Agustus 1998 tersebut merupakan *breakpoint* yang memisahkan dua periode di mana koefisien pada kedua periode ini adalah tidak berbeda secara signifikan dengan koefisien selama total periode pengamatan tahun 1995-2005 pada indeks pasar IHSG. Demikian pula setelah periode jendela yaitu tanggal 27 Januari 1999 dan seterusnya mempunyai nilai F-statistik yang tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa pada periode setelah tanggal 27 Januari 1999 tersebut merupakan *breakpoint* yang memisahkan dua periode di mana koefisien pada kedua periode ini adalah tidak berbeda secara signifikan dengan koefisien selama total periode pengamatan tahun 1995-2005 pada indeks pasar IHSG.

Berdasarkan tabel 5.3 juga nampak bahwa untuk *breakpoint* tanggal 1 Oktober 1998 mempunyai nilai F-statistik yang paling tinggi yaitu 2.17771259.

.....

pengamatan adalah mempunyai perbedaan signifikan yang paling besar dengan koefisien total periode pengamatan tahun 1995-2005 pada indeks pasar IHSG.

E. INTENSITAS GEJALA *THE MONDAY EFFECT*

Berdasarkan hasil uji regresi berganda pada periode-periode yang dipisahkan dengan *breakpoint* pada setiap awal tahun yang digunakan untuk uji *Chow*. Maka, diperoleh hasil penelitian yang menunjukkan peningkatan dan penurunan munculnya gejala *the Monday Effect* pada IHSG di Bursa Efek Jakarta selama periode 1995-2005.

Hasil penelitian yang telah dilakukan juga menunjukkan adanya perubahan intensitas munculnya gejala *the Monday Effect* pada IHSG selama periode pengamatan tahun 1995-2005. Berdasarkan tabel 5.3 nampak bahwa koefisien Senin untuk periode pengamatan selama tahun 1995 adalah sebesar -0,055 dan tidak signifikan. Artinya bahwa pada periode pengamatan tersebut gejala *the Monday effect* pada IHSG adalah secara signifikan tidak nampak. Tetapi untuk periode pengamatan 1996-2005, koefisien Senin adalah sebesar -0,065 dan signifikan pada level 10%. Hal ini bisa disimpulkan bahwa pada periode pengamatan tersebut gejala *the Monday effect* pada IHSG nampak secara signifikan.

Pada tabel 5.2 juga nampak bahwa koefisien Senin untuk periode pengamatan selama tahun 1995-1996 adalah sebesar -0,014 dan tidak signifikan. Artinya bahwa pada periode pengamatan tersebut gejala *the Monday effect* pada IHSG adalah secara signifikan tidak nampak. Tetapi untuk periode pengamatan

1997-2005, koefisien Senin adalah sebesar $-0,075$ dan signifikan pada level 5%. Hal ini bisa disimpulkan bahwa pada periode pengamatan tersebut gejala *the Monday effect* pada IHSG nampak secara signifikan.

Gejala seperti tersebut di atas nampak sampai dengan periode pengamatan dengan *breakpoint* pada 2 Januari 2002. Periode pengamatan pertama yang dipisahkan oleh *breakpoint* mempunyai koefisien Senin yang tidak signifikan, atau dengan kata lain pada periode pengamatan tersebut gejala *the Monday effect* pada IHSG adalah secara signifikan tidak nampak. Sedangkan pada periode pengamatan kedua yang dipisahkan oleh *breakpoint* mempunyai koefisien Senin yang signifikan, atau dengan kata lain pada periode pengamatan tersebut gejala *the Monday effect* pada IHSG adalah nampak secara signifikan.

Pada tabel 5.2 nampak bahwa koefisien Senin untuk periode pengamatan selama tahun 1995-2003 adalah sebesar $-0,063$ dan tidak signifikan. Artinya bahwa pada periode pengamatan tersebut gejala *the Monday effect* pada IHSG adalah secara signifikan tidak nampak. Dan untuk periode pengamatan 2004-2005, koefisien Senin adalah sebesar $-0,066$ dan tidak signifikan. Hal ini bisa disimpulkan bahwa pada periode pengamatan tersebut gejala *the Monday effect* pada IHSG adalah secara signifikan juga tidak nampak.

Pada Tabel 5.2 juga nampak bahwa koefisien Senin untuk periode pengamatan 1995-2004 adalah $-0,060$ dan signifikan pada level 10%. Artinya bahwa pada periode pengamatan tersebut terdapat gejala *the Monday effect* pada IHSG. Tetapi untuk periode pengamatan 2005, koefisien Senin adalah sebesar $-0,066$ dan tidak signifikan. Hal ini bisa disimpulkan bahwa pada periode

pengamatan tersebut gejala *the Monday effect* pada IHSG sudah tidak nampak secara signifikan.

Apabila dihubungkan dengan hasil penelitian Mehdian dan Perry (2001), dengan adanya gejala *the Monday effect* pada IHSG sudah tidak nampak secara signifikan maka IHSG mempunyai karakteristik yang menyerupai indeks saham *large cap*. Selain itu, dengan adanya kecenderungan semakin tidak munculnya gejala *the Monday effect* pada IHSG, maka dapat dikatakan bahwa Bursa Efek Jakarta yang indeksnya berupa IHSG mempunyai kecenderungan bergeser dari pasar modal yang tidak efisien menuju pasar modal yang efisien dengan bentuk lemah.

Sedangkan intensitas munculnya gejala *the Monday Effect* pada IHSG selama periode pengamatan tahun 1995-2005 apabila dilihat dari *standardized coefficient* Senin pada tiap-tiap periode pengamatan, terlihat pada Tabel 5.4 sebagai berikut:

Tabel 5.4
Intensitas Gejala *the Monday Effect* pada IHSG

Periode	<i>Standardized Coefficients</i> Senin	Signifikansi
1995-2005	-0,038	Signifikan**
1996-2005	-0,037	Signifikan***
1997-2005	-0,042	Signifikan**
1998-2005	-0,044	Signifikan***
1999-2005	-0,076	Signifikan*
2000-2005	-0,085	Signifikan*
2001-2005	-0,074	Signifikan*
2002-2005	-0,064	Signifikan**
2003-2005	-0,053	Tidak signifikan
2004-2005	-0,101	Signifikan**
2005	0,007	Tidak signifikan

Sig*** : signifikan pada *level* 10%

Pada Tabel 5.4 terlihat bahwa nilai *standardized coefficient* Senin pada tahun 1999-2005 sebesar -0,076 yang signifikan pada *level* 1% lebih besar dari nilai *standardized coefficient* Senin tahun pengamatan 1998-2005 yang signifikan sebesar -0,044 yang signifikan hanya pada *level* 10%. Hal ini menunjukkan adanya peningkatan intensitas gejala *the Monday Effect*. Tetapi dari nilai *standardized coefficient* Senin pada tahun 2002-2005 yang sebesar -0,064 (signifikan *level* 5%) yang mana semakin menurun dibandingkan dengan tahun 2001-2005 yang sebesar -0,074 (signifikan *level* 1%) dengan *level* signifikansi yang juga semakin menurun, ini menunjukkan bahwa intensitas gejala *the Monday Effect* pada IHSG cenderung mengalami penurunan.

Sedangkan pada tahun 2003-2005 gejala *the Monday Effect* cenderung sudah tidak muncul kembali yang terlihat dari nilai *standardized coefficient* yang tidak signifikan. Namun pada tahun 2004 gejala tersebut sempat muncul kembali dengan nilai *standardized coefficient* yang signifikan pada *level* 5%. Sedangkan terakhir untuk tahun 2005 gejala *the Monday Effect* cenderung sudah tidak muncul lagi yang ditunjukkan dengan adanya nilai *standardized coefficient* yang tidak signifikan.

Sehingga hal ini dapat disimpulkan bahwa terjadinya gejala *the Monday Effect* pada IHSG di BEJ cenderung mengalami penurunan intensitas dan bahkan tidak muncul lagi pada tahun 2005. Maka berdasarkan penelitian Mehdian dan

pasar berkapitalisasi besar (*large cap*), karena terdapat kecenderungan semakin